

תדיראן הולדינגס בע"מ

מעקב | נובמבר 2016

1

אנשי קשר:

עו"ד יונתן אוחנה - אנליסט - מעריך דירוג ראשי
yonatano@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח - ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני
liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר - סמנכ"ל, ראש תחום מימון תאגידים
i.sigal@midroog.co.il

תדיראן הולדינגס בע"מ¹

אופק: יציב	A2.il	דירוג סדרה
------------	-------	------------

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרה 2) שהנפיקה תדיראן הולדינגס בע"מ ("תדיראן" או "החברה") מ-A3.il ל-A2.il ומוותרת את אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31/01/2022	יציב	A2.il	2580066	2

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נתמכת בשיפור המיצוב הפיננסי, בדגש על הקטנת רמת המינוף, צבירת כרית הונית ושיפור יחסי הכיסוי מעבר לתחזיות קודמות של מידרוג, במידה המפצה על פרופיל הסיכון עסקי המוערך על-ידי מידרוג כגובה הנובע מריכוזיות עסקית (מעל 90% מההכנסות מקורן בפעילות שיווק מערכות מיזוג אוויר ביתיות), סיכון מוניטין ומחזור פעילות בהיקף בינוני-נמוך. לחברה ספק עיקרי שאחראי על ייצור מרבית המזגנים שנמכרים על-ידיה (GREE Electric Appliances, Inc. (להלן: "GREE") כאשר להערכת מידרוג, לחברה מערכת יחסים טובה עם ספק המזגנים האמור, תוך שהיא תלויה באיכות הייצור, ניהול האספקה ובתנאי הסחר שמעמיד הספק.

תדיראן הינה חברה מובילה בתחום שיווק ומכירה של מערכות מיזוג אוויר ביתיות, בעלת מותג חזק ומוניטין בשוק המקומי כפי שבא לידי ביטוי בשמירה לאורך זמן על נתח שוק משמעותי של כ-35%-40%. ענף המזגנים מוערך על-ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית, נמוכה מזו של ענף מוצרי החשמל כולו, נוכח חסמי כניסה גבוהים יותר בשל כוח מותג גבוה יחסית, חשיבות גבוהה לקשר עסקי עם יצרן וערוצי הפצה ייחודיים. תחום המזגנים הביתיים מאופיין בשיעורי חדירה גבוהים יחסית (כ-87%), כאשר הצמיחה מבוססת על בלאי טבעי של מזגנים, בנייה חדשה ובמידה פחותה מעבר למערכות מיזוג מתקדמות וגידול במס' המזגנים למשק בית. להערכתנו, התנאים בסביבה העסקית תומכים בהמשך ביקושים גבוהים בענף, ברקע הגידול בצריכה הפרטית, שיעורי אבטלה נמוכים והגידול בהתחלות הבנייה בשנים האחרונות. יחד עם זאת, נוכח הריכוזיות העסקית בחברה וחשיפה לתנודתיות האקלים, תרחיש הבסיס של מידרוג מביא בחשבון גם ירידה בביקושים וטווח הכנסות רחב יחסית של 650-750 מיליון ש"ח לשנה.

רווחיות החברה הולמת את הדירוג ונשענת על מערכת יחסים טובה עם ספק המזגנים הסיני GREE והקפדה על עלויות התפעול, אולם היא חשופה במידה לא מבוטלת לתנודתיות בשער הדולר מול השקל ולנפח המכירות נוכח מרכיב הוצאות קבועות. כך, להערכתנו רווחיותה התפעולית של החברה תנוע בטווח רחב של 8.5%-10.5% כתלות, בין השאר, בפרמטרים שהוזכרו לעיל. החברה הוסיפה להקטין את רמת המינוף וצבירת הכרית ההונית באמצעות צבירת רווחים וכן באמצעות הנפקת מניות, כפי שבא לידי ביטוי ביחס חוב פיננסי ברוטו למקורות הוניים (CAP) של 32.2%, נכון ליום 30.06.2016. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תוסיף להקטין את רמת המינוף באמצעות צבירת רווחים בכפוף למדיניות לחלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-50% מסך הרווח הנקי. יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ויחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-FFO צפויים לנוע במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג בטווח 1.5-2.0 ו-2.0-3.0, בהתאמה; טווח רחב הכולל גם את הטווח התחתון של תרחיש הבסיס של מידרוג וכן משקף השקעה בפרויקט ההתייעלות האגרסיבית של בתי החולים הממשלתיים ומיצוי נכסי מס. רמת המינוף המתונה כמו גם יחסי הכיסוי המהירים הולמים את פרופיל הסיכון של החברה ותומכים בהעלאת הדירוג.

¹ מר יוסף זינגר אשר הינו בעל מניות ומכהן כדירקטור במידרוג מכהן גם כדירקטור בחברת תדיראן הולדינגס בע"מ. מר יוסף זינגר אינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג ואין לו כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג.
² הנתונים על נתחי השוק בתחום המזגנים הביתיים מהווים הערכה של מידרוג, בין השאר לפי עיבוד נתוני המכירות של חברות ציבוריות בענף.

לחברה אסטרטגיית צמיחה באמצעות השקעה בתחום ההתייעלות האנרגטית ואנו מעריכים כי החברה בוחנת השקעות נוספות בתחומים נוספים. הדירוג מביא בחשבון את השמרנות בהתנהלות העסקית שהפיגה החברה עד כה כאשר השקעות חדשות ייבחנו על ידנו בהתאם להשפעתן על רמת המינוף המאזנית, יכולת שירות החוב ופרופיל הסיכון של החברה.

הגמישות הפיננסית ונזילות החברה מוערכות על-ידי מידרוג כטובות ונשענות על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, צרכי השקעה נמוכים ולוח סילוקין נח.

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור בטווח הזמן הקצר והבינוני על הפרמטרים התפעוליים לצד המשך הריכוזיות העסקית הגבוהה בטווח הזמן האמור המגבירה את פרופיל הסיכון של החברה.

תדיראן הולדינגס בע"מ - נתונים עיקריים, מיליוני ₪ [1]:

2013	2014	2015	H1 2015	H1 2016	
625	613	719	314	393	סך ההכנסות
134	138	163	66	99	רווח גולמי
52	48	69	20	48	רווח תפעולי
21.5%	22.5%	22.7%	20.9%	25.3%	רווח גולמי / הכנסות (%)
8.3%	7.8%	9.6%	6.5%	12.1%	רווח תפעולי / הכנסות (%)
278	209	100	165	101	חוב פיננסי ברוטו
2	22	88	2	112	מזומנים ושווי מזומנים
118	128	199	140	218	הון עצמי
71.0%	64.5%	35.6%	56.7%	32.2%	חוב ל-CAP
4.5	3.1	1.3	1.9	1.0	חוב פיננסי ברוטו / EBITDA (LTM) [2]
5.7	6.9	1.5	2.2	1.1	חוב פיננסי ברוטו / FFO (LTM) [2]

[1] החברה הציגה מחדש את הנתונים עבור השנים 2013-2014 בגין פעילות מופסקת (תחום שיווק המוצרים הלבנים); הנתונים בטבלה לעיל הינם לאחר ההצגה מחדש האמורה.
 [2] בהתאם למתודולוגיית מידרוג מדצמבר 2015 להתאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך, לא נערכה התאמה בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך בגין אי-מהותיות.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מעמד מוביל בתחום מיזוג האוויר לצד ריכוזיות עסקית גבוהה

החברה עוסקת בייצור, ייבוא ושיווק מזגנים ביתיים (מערכות מיזוג בעלות תפוקה נמוכה ובינונית), בעיקר תחת המותג "Tadiran", המיוצרים ברובם על-ידי יצרן המזגנים הסיני Gree Electric Appliances, Inc., כאשר לחברה גם מפעל בעפולה המשמש כאתר ייצור למערכות מיזוג אוויר מיני-מרכזיות ולפיתוח מוצרים חדשים. בנוסף, לחברה פעילות נלווית בתחום השירות וכן שיווק מערכות מיזוג מסחריות וסמי-מסחריות (מערכות VRF תחת המותג "Toshiba"). החברה הינה שחקן מרכזי בתחום מיזוג האוויר ובעלת מותג חזק בתחום המזגנים הביתיים ("Tadiran") כפי שבא לידי ביטוי בנתח שוק משמעותי של החברה לאורך זמן המוערך על-ידי מידרוג, נכון למועד הדוח, בכ-35%-40% משוק המזגנים המקומי.³ חוזק המותג נשען, בין היתר, על ותק, מערך שירות ומוניטין חיובי בקרב מתקינים מקצועיים, המהווים ערוץ הפצה מרכזי בענף מיזוג האוויר. לחברה מערכת יחסים וותיקה (החל מ-2008) עם יצרן המזגנים הסיני Gree, התומכת בשיפור תנאי הסחר של החברה ופיתוח מוצרים חדשים בהתאם לביקוש בשוק הישראלי (למשל, מזגנים בטכנולוגיית Inverter). ערוצי ההפצה של החברה הינם בעיקר מתקינים וסיטונאיים המתמחים בתחום מיזוג האוויר, וכן באמצעות רשתות חשמל וחננויות עצמאיות; זאת להבדיל מהמתחרה העיקרית בענף המחזיקה גם ברשת חנויות בבעלותה. להערכתנו, הדומיננטיות של החברה בקרב ערוצי ההפצה האמורים, מפצה על היעדר ערוץ מכירה ישיר, בפרט נוכח מאפייני המכירה של מערכות מיזוג אוויר, אשר גם מקנה לחברה גמישות תפעולית טובה יותר בצד ההוצאות. פעילותה של החברה בקו-עסקים יחיד (מעל 90% מהכנסות החברה מקורן בשיווק ושירות למזגנים ביתיים) מגבירה במידה ניכרת

³ נתון זה מהווה אומדן המבוסס על עיבודי מידרוג לנתונים של חברות ציבוריות בענף.

את הסיכון העסקי של החברה, לרבות סיכון מוניטין וסיכון טכנולוגי, ומגבילה את היקף פעילותה. גורם סיכון אשראי נוסף הינו תלות החברה ביצרן המזגנים הסיני GREE. יכולות הפיתוח והייצור במפעל החברה בעפולה מקנים לחברה גמישות מסוימת במקורות הייצור. עם זאת, מציאת ספק חלופי, במקרה של הפסקת ההתקשרות עם GREE, עלולה לפגוע להערכתנו בביצועי החברה בטווח הקצר-בינוני, במיוחד נוכח העונתיות הגבוהה המאפיינת את תחום מיזוג האוויר.

סיכון ענפי בינוני נוכח חסמי כניסה וביקושים יציבים יחסית

תחום מיזוג האוויר מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון ענפי בינוני, ונמוך מזה של ענף מוצרי החשמל בכללו. התחום מאופיין בשיעורי חדירה גבוהים,⁴ כאשר הביקושים יציבים יחסית לאורך זמן ומבוססים בעיקר על בלאי טבעי של מזגנים, גידול במס' יחידות הדיוור, שיפור ברמת החיים וגידול במס' המזגנים למשק בית ובמידה פחותה, מעבר למזגנים בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר. להערכת מידרוג, הביקושים הנובעים מהחלפה של מזגנים ובנייה חדשה הינם יציבים יחסית ותומכים בסיכון הנמוך יחסית של תחום מיזוג האוויר, לעומת הביקושים הנובעים משיפור רמת החיים החשופים במידה רבה יותר למחזוריות הכלכלית. בטווח הקצר, הביקושים מאופיינים בתנודתיות מסוימת נוכח השפעות אקלים המביאות להקדמה או לדחייה של רכישות. הענף מאופיין בעונתיות משמעותית כאשר עיקר הרכישות נעשות במהלך חודשי הקיץ, מאפיין המגביר את פרופיל הסיכון הענפי נוכח החשיבות בניהול מלאי ומכירות מוקפדים לקראת ובמהלך עונת המכירות. חסמי הכניסה לענף מוערכים על-ידי מידרוג כבינוניים, וגבוהים בהשוואה לענפי הסחר, בשל חשיבות מותג גבוהה, תקינה ייחודית וערוצי הפצה מקצועיים. קשר עסקי יציב עם יצרן מזגנים מוביל מהווה חסם כניסה ומרכיב חשוב בהצלחה בענף, שכן הקשר האמור משפיע על רווחיות החברה דרך תנאי הסחר, זמינות המלאי, ויכולת להגיב לשינויים בתקינה המקומית המהווה גורם סיכון ייחודי בתחום זה.

ענף המזגנים הביתיים מאופיין בריכוזיות גבוהה, כאשר שלוש החברות הגדולות בענף אחראיות להערכת מידרוג למעל מ-90% מהמכירות. רמת התחרות בענף בינונית, ונוטה להחריף מעת לעת כתלות בביקושים העונתיים ובהיקפי המלאי. להערכתנו, לחצי המחיר בענף מתונים, בין היתר, בשל הריכוזיות הענפית, חוזק המותגים ותהליך התקנה מורכב יותר בהשוואה למוצרים ביתיים ברי-קיימא אחרים.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי ענף המזגנים יוסיף להציג צמיחה חיובית בעיקר נוכח התחזקות הצריכה הפרטית ושיפור ברמת החיים התומכים בהגדלת תדירות החלפה/שדרוג של מערכות מיזוג אוויר וכן בשל גידול מסוים בהתחלות הבנייה למגורים.⁵ כך, תחת ההנחה כי החברה תשמור בטווח הזמן הקצר-בינוני על נתח השוק שלה וכי לא ייווצרו בענף לחצי מחיר מהותיים, מחזור המכירות של החברה צפוי לנוע בטווח של 650-750 מיליון ₪.

רווחיות טובה המשקפת מותג חזק ומעמד שוק דומיננטי, לצד חשיפה לשער הדולר

החברה הצליחה לשפר בשנים האחרונות את רווחיות תחום מיזוג האוויר, בעיקר בשל שיפור תנאי הסחר מול יצרן המזגנים GREE לצד סביבת שער חליפין תומכת, כפי שמשקפת ברווחיות גולמית של כ-25.3% במהלך המחצית הראשונה של שנת 2016, בהשוואה ל-20.9% במהלך התקופה המקבילה אשתקד, וממוצע של כ-22.0% בשנים 2013-2015. שער החליפין דולר/שקל הינו פרמטר אקסוגני המשפיע על רווחיות החברה החשופה לפיחות בשער השקל, בעיקר במהלך החודשים אפריל-ספטמבר אז מתבצעים עיקר התשלומים בגין הצטיידות במלאי המזגנים לקיץ. החברה מיישמת מדיניות גידור, במסגרתה התשלומים הדולריים מגודרים בשיעורים משתנים תשעה חודשים קדימה בהתאם לרמת שער החליפין, המצמצמת במידה מסוימת את החשיפה המטבעית. רווחיותה התפעולית של החברה הושפעה לחיוב מהגידול במחזור ההכנסות והשיפור האמור בתנאי הסחר לצד הקפדה על עלויות התפעול, ובשנים 2013-2015 עמדה בטווח של בין 8% ל-10%, טווח אותו אנו מניחים גם בתרחיש הבסיס לשנים 2016-2017, כאשר תנודתיות בשער החליפין של הדולר מהווה להערכתנו את האיום המרכזי להסתתרו הרווחיות לטווח התחתון של התרחיש. בטווח הבינוני ארוך, האטה בביקושים או אובדן נתח שוק של החברה, ככל שיחולו תמורות במבנה הענף, עלולים להוות גורם שלילי על רווחיות

⁴ לפי נתוני הלמ"ס, שיעור משקי הבית שבבעלותם מזגן, נכון למאי 2016 הוא 87%, נתון דומה לשיעור החדירה בשנת 2013, ראו: http://www.cbs.gov.il/reader/newhodaot/hodaa_template.html?hodaa=201611134 ו- http://www.cbs.gov.il/reader/newhodaot/hodaa_template.html?hodaa=201515267.

⁵ לפי נתוני הלמ"ס בשנים 2013-2015 החלה בנייתן של 47,193 דירות בממוצע לשנה, זאת לעומת 43,353 בשנים 2010-2012.

החברה. בשנים האחרונות נרשמה הוצאה לחובות מסופקים ברמה סבירה יחסית של 0.5%-1.0%; החברה רוכשת ביטוח אשראי לקוחות סלקטיבי, פעולה אשר מצמצמת את סיכון האשראי האמור.

רמת מינוף נמוכה ויחסי כיסוי מהירים ממתנים את הסיכונים העסקיים

בשנים 2014-2015 ייצרה החברה תזרים מזומנים חופשי (FCF) משמעותי בהיקף של מעל 200 מיליון ₪, אשר נבע בעיקר מממוש הון חוזר כתוצאה מיציאה מפעילות המוצרים הלבנים. מקור זה שימש את החברה להקטנת החוב הפיננסי, למימון הצמיחה בהון החוזר בפעילות המזגנים ולעיבוי יתרות המזומנים. במקביל החברה הגדילה את כרית ההון באמצעות הנפקת מניות אשר תרמה כ-27.5 מיליון ₪ וצבירת רווחים, נוכח מדיניות דיבידנד לחלוקה של כ-50% מסך הרווח הנקי. כמו כן, כחברת סחר, החברה מאופיינת בהשקעות הוניות נמוכות, גורם מפחית סיכון. יחס חוב פיננסי ברוטו למקורות ההוניים (CAP) הינו 32.2%, נכון ליום 30.06.2016 (בהשוואה ל-56.7% בתקופה המקבילה אשתקד) ומשקף להערכתנו מינוף הולם את פרופיל הסיכון של החברה. אנו צופים שיפור של יחס החוב לקאפ בטווח הקצר והבינוני נוכח הערכתנו להמשך עיבוי ההון העצמי תוך שמירה על מדיניות החלוקה הנוכחית. החברה מבצעת ניכיון של אשראי לקוחות בהיקף משמעותי, פעולה המשפרת את יחסי המינוף של החברה במידה מהותית. גם לאחר הניכיון, יתרת הלקוחות מהווה את הנכס המרכזי במאזן החברה, כאשר ימי אשראי הלקוחות במאזן עמדו בין 90 עד 120 יום לאורך ארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.06.2016, ובתוספת סכום האשראי שנוכח, ימי הלקוחות עמדו בין 130 ל-190⁶. ימי הלקוחות הגבוהים נובעים מפעילות הסיטונאית בעיקר, בפרט מול חנויות עצמאיות ומתקני המזגנים. פיזור יתרת הלקוחות במאזן מוערך על-ידי מידרוג כבינוני, אולם כאמור החברה נוהגת לבצע ביטוח אשראי לקוחות בהיקפים משתנים המצמצם במידת מה את סיכון האשראי. מלאי המזגנים מהווה נכס מהותי נוסף במאזן החברה, והוא גילם לאורך ארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.06.2016 טווח של 120-60 ימי מלאי, נתון טוב בהשוואה לעבר, כאשר החזיקה החברה גם בפעילות מוצרי החשמל. אנו מניחים יציבות יחסית בהיקף החוב הפיננסי ברוטו של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני, תוך שבמקביל לפירעון השוטף של יתרת האג"ח, עשוי החוב לגדול לאור צורכי המימון של פרויקט ההתייעלות האנרגטית בבתי החולים. יחסי הכיסוי של החברה צפויים להיוותר מהירים ביחס לדירוג בטווח הזמן הקצר והבינוני, ולנוע בטווח של 1.5-2.0 כיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA ו-2.0-3.0 כיסוי חוב ברוטו ל-FFO. יחסים אלו גבוהים מהיחסים הנוכחיים (1.0 ו-1.1, בהתאמה, נכון ליום 30.06.2016), אולם הם משקפים גם את החלק התחתון של תרחיש הבסיס שלנו וכן הם משקפים עלייה בתשלום המס השוטף נוכח מיצוי הפסדים צבורים.

אסטרטגיית צמיחה באמצעות השקעות בתחום ההתייעלות האנרגטית ובתחומים משיקים

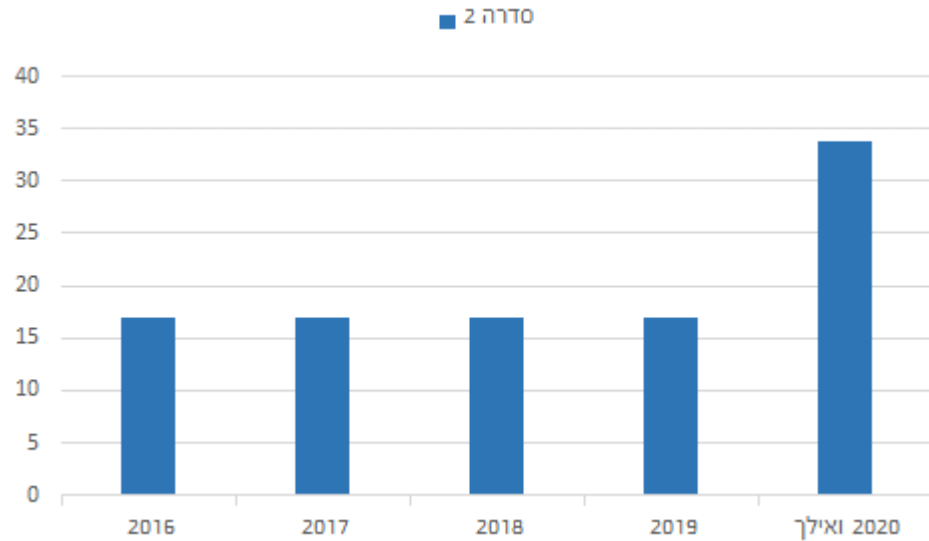
החברה מבצעת השקעות ריאליות בתחום ההתייעלות האנרגטית: בשנת 2014 השקיעה החברה כ-7.2 מיליון ₪ בחברת עין ורד מערכות המפתחת מערכת לחיסכון באנרגיה במערכות מיזוג מרכזיות וכאמור, צפויה להשקיע במהלך השנים 2017-2018 בפרויקט ההתייעלות האנרגטית של בתי החולים הממשלתיים (באמצעות חברה כלולה בבעלות 50%). מדיניות ההשקעות של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כזהירה ושמרנית נוכח הטרק רקורד בשנים האחרונות כמתואר לעיל, כאשר תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תמשיך, בהתאם לאסטרטגיית העסקית שלה, לבחון השקעות נוספות בתחומים סינרגטיים. ככל שהחברה תבצע השקעות בהיקף מהותי, השפעתן של השקעות כאלו על הדירוג תיבחן בהתאם לפרופיל הסיכון ו/או הגידול ברמת המינוף.

גמישות פיננסית ונזילות גבוהות

נזילות החברה מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה נוכח יכולת ייצור מזומנים גבוהה הנשענת על רווחיות טובה, צרכי השקעה נמוכים ובאה לידי ביטוי ביכולת החברה לממן את צרכי ההון החוזר ואת פירעון התחייבויותיה השוטפות ממקורות עצמיים. יתרת המזומנים של החברה נכון ליום 30.06.2016 הסתכמה בכ-112 מיליון ₪ ותומכת בנזילות החברה ביחס לעומס הפירעונות ולצורכי ההשקעה הנראים לעין. לחברה לוח סילוקין נח, במסגרתו היא פורעת כ-17 מיליון ₪ מידי שנה עד לפירעון המלא של סדרה ב' בשנת 2022.

⁶ נתון ימי הלקוחות מבוסס על חישובי מידרוג על בסיס הדוחות הכספיים של החברה.

תדיראן הולדינגס: לוח סילוקין התחייבויות לז"א ליום 30.06.2016, מיליוני ₪:



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הגדלת הפיזור העסקי של פעילות החברה וצמצום התלות הבלעדית בתחום המזגנים הביתיים

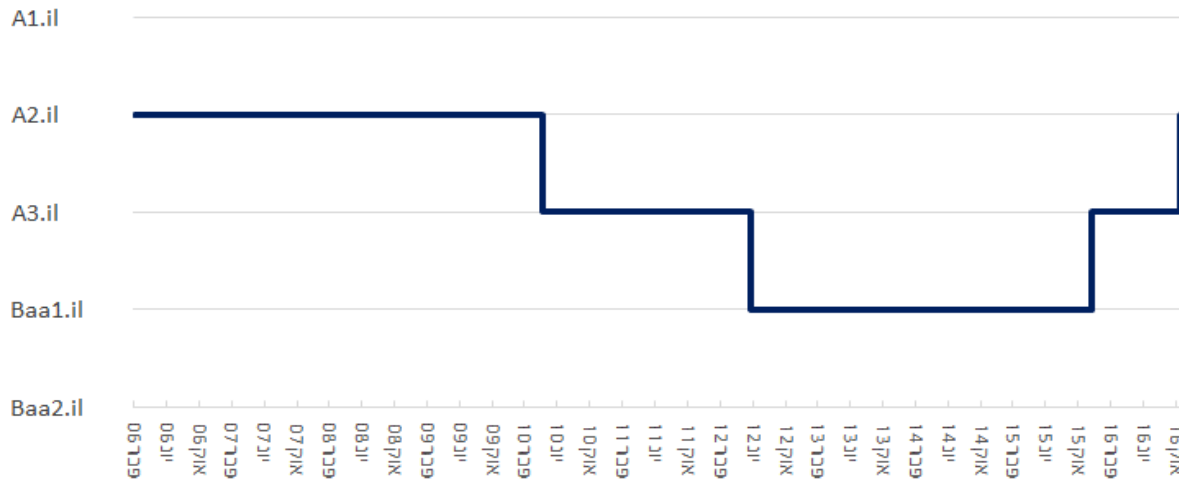
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- פגיעה במוניטין החברה שעלולה להוביל לשחיקה מהותית בנתח השוק
- שחיקה ביחסי הכיסוי או קיטון בהיקף הכרית ההונית
- ביצוע השקעות מהותיות בעלות פרופיל סיכון גבוה

אודות החברה

תדיראן הולדינגס בע"מ עוסקת בעיקר בייבוא, ייצור והפצה של מזגנים ביתיים תחת המותג "Tadiran", לצד פעילות שיווק והפצה של מערכות מיזוג אוויר סמי-מסחריות בטכנולוגיית VRF תחת המותג "Toshiba" וכן מערכות מיזוג אוויר מסחריות ותעשייתיות, ופועלת להרחבת פעילותה בתחומי ההתייעלות האנרגטית. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד, המשמש גם כמנכ"ל החברה ומחזיק בכ-74% מהון המניות.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[תדיראן הולדינגס בע"מ - פעולת דירוג, דצמבר 2015](#)
[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2015](#)
[התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דוח מתודולוגי, דצמבר 2015](#)
[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
 הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

7

מידע כללי

08.11.2016	תאריך דוח הדירוג:
28.12.2015	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.02.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תדיראן הולדינגס בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תדיראן הולדינגס בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכויי אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או פרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל משקיע, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או פרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

9 סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה. דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.